

拼多多（PDD.O）

短期投入夯实长期竞争力，海内外业务发展进入新阶段

公司研究 · 海外公司深度报告

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

拼多多主要业务分为国内主站和跨境电商两部分，国内主站贡献公司55%收入、117%利润，跨境电商TEMU贡献公司40%收入、-17%利润，国内主站是公司支柱业务和主要利润来源，跨境电商是公司第二曲线，仍处于早期亏损状态。

主站业务

- 长期看，低价是消费者长期、广泛、强烈的底层需求之一，不会因经济环境好转大幅减弱或消失，能实现低价且赚钱的平台具有长期竞争力，拼多多借助低价&体验好夯实用户基础，市场份额从22年14%提升至24年21%，未来有望进一步提升；
- 短期看，主站收入侧受百亿减免计划影响佣金下滑，但广告收入持续提升，主站货币化率有望从2024年4.8%提升至2026年5.1%；利润侧受平台模式影响家电数码国补参与度低，我们估算平台2025年将投入83-187亿元销售费用用于数码电器商品补贴以维持低价心智，预计销售费率提升2-4%，可能部分被其他业务销售费用收缩和杠杆效应抵消。

跨境电商

- TEMU目前已进入美德日韩等60多个国家地区，借助中国廉价制造链满足海外消费者性价比需求，欧美GMV占比80%，2024年实现GMV超600亿美金，yoy+231%。2025年GMV目标1000亿美金，目标yoy+65%，预计2025年平台将持续亏损；
- TEMU解决之前欧美电商平台无法做低价格带折扣商品的问题，包括前端筛选爆品、注重单SKU产出的算法能力、后端直连工厂减少流通环节降本、整合订单优化海外仓配费用，据我们统计，目前TEMU全托价格是Amazon 6折，半托价格是Amazon 7折，预计未来将持续保持价格优势；
- TEMU通过业务模式转变规避关税政策风险，从平台统一空运小包从中国仓直发海外的全托管向半托管/平台模式转变，卖家在销售目的地有本地库存并自行配送给当地消费者。

盈利预测：预计24-26年收入3898/4797/5928亿，调整幅度为-0.3%/-3.6%/+2.7%，CAGR 23%；预计24-26年经调整净利润1188/1245/1565亿，调整幅度-0.2%/-3.3%/+6.0%，CAGR 15%。

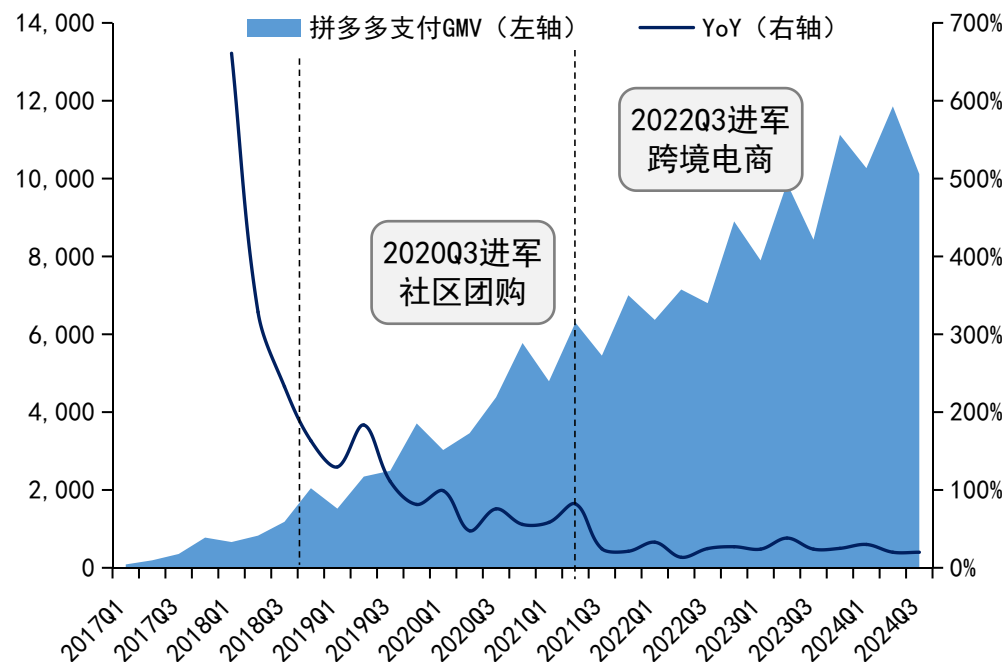
投资建议：目前公司对应2025年10xPE，隐含主站8xPE，在中国资产重估的当下估值较低，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策推行不达预期风险、消费者需求不及预期风险、竞争加剧风险、政府监管风险等。

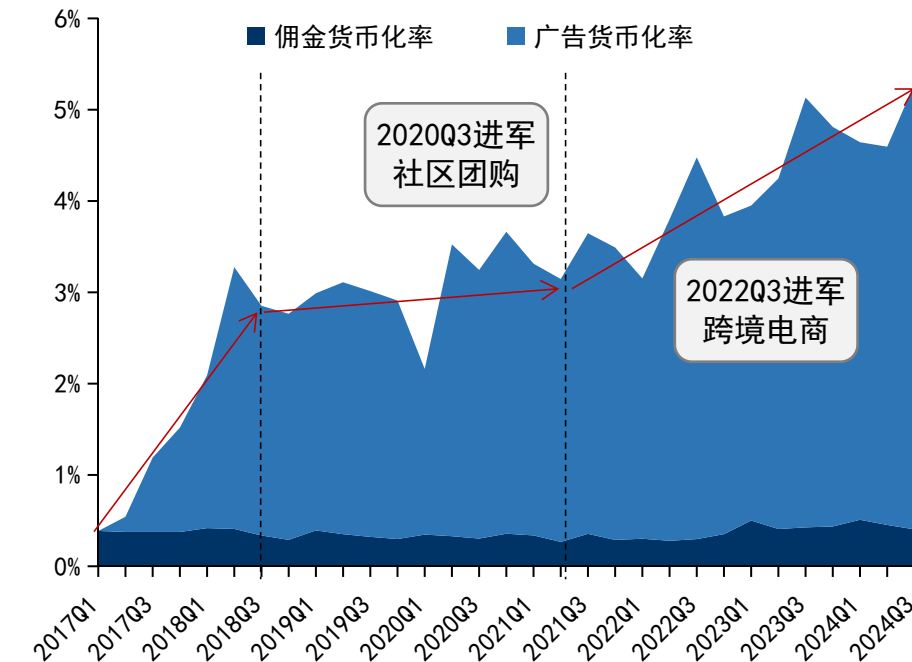
集团发展复盘：公司进入新一轮调整期，海内外业务投入加大提升竞争力

- 切入下沉电商市场（2015-2018）：拼多多主站完成流量/商家早期积累，货币化率与GMV共同驱动收入增长；
- 人群破圈巩固份额（2019-2021H1）：主站推出百亿补贴争夺高线城市市场份额，国内电商行业竞争加剧，货币化率基本持平，GMV增长成收入主要驱动力；2020年8月推出社区团购业务多多买菜，借力生鲜品类高频消费为主站持续引流；
- 进军跨境打开第二曲线（2021H2-2024H1）：下沉市场竞争格局清晰，平台对商家话语权大幅提升，主站广告货币化率大幅提升；2022年9月推出跨境电商平台TEMU，开启集团增长第二曲线；
- 业务进入调整期（2024H2至今）：2024年下半年以来，主站和跨境业务TEMU均迎来调整，主站亟需优化供应链、为商家减负并减少恶性价格竞争；TEMU面临海外政策风险和竞争压力，需要不断完善合规并优化商业模式。

图：中国居民人均可支配收入增速趋缓（元，%）



图：中国快递单包裹货值近两年快速下降（元/件，%）



- 【 01 】 主站业务：低价需求长期存在，短期逆风不改核心竞争力
- 【 02 】 跨境业务：全托转平台规避关税风险，未来潜力可期
- 【 03 】 盈利预测与投资建议
- 【 04 】 风险提示

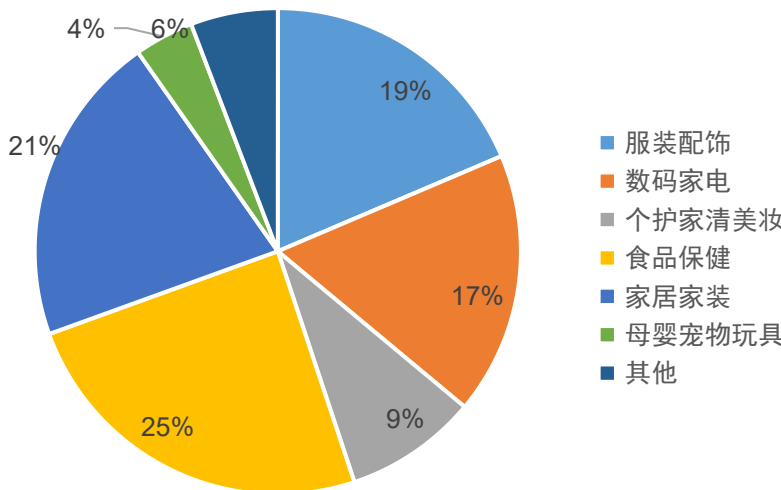
主站概况：消费疲软期性价比零售更受青睐，市场份额与货币化率齐升



2015年成立的性价比电商平台，我们测算2024年销售额4.5万亿，yoy+20%，电商市占率21%，份额不断增长，24年份额增长2pct。

- **消费者：**据我们测算，目前拼多多年购买用户近10亿，单用户年消费金额4469元，核心消费群体为低线城市、中老年女性用户，单均价50元左右，单用户年购买频次约90次。**GMV增长驱动因素看**，2021年以前靠用户数提升和单用户年订单量增长双重驱动，2021年后用户接近天花板，主要靠用户提频驱动增长。
- **商家商品：**1) 2023年拼多多共有1420万活跃商家，用户心智为“省”；2) 品类：拼多多生鲜起家，优势品类为农产品日百。
- **商业模式：**纯平台模式，向商家收取佣金和广告费，我们测算2023年货币化率~4.4%，预计2024年货币化率4.7%，其中佣金率趋势下降，广告货币化率持续提升。

图：2023年拼多多品类分布



资料来源：久谦中台、国信证券经济研究所整理

图：拼多多GMV增长及驱动因素分拆（支付口径）

	2021	2022	2023	2024E
GMV（亿）	23,547	29,220	37,334	44,924
yoy	42%	24%	28%	20%
年度交易用户（百万人，LTM）	869	930	976	1,005
yoy	10%	7%	5%	3%
ARPPU（元/年）	2,711	3,144	3,825	4,469
yoy	28%	16%	22%	17%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及测算

图：国内主要电商平台经营情况

	场域	GMV分布	2024货币化率	商家			用户	
				收费模式	活跃商家数	商家画像	年活用户	客户价值
阿里巴巴	天猫	~50%	3.70%	佣金+广告费	100万+	品牌官方旗舰店、大经销商	9亿+	品质好——品牌入驻或授权经销商入驻
	淘宝	~50%		广告费	1800万+	中小商家为主		选择多——阿里2B起家，有1688等供应链支持
京东集团	自营	55%	4.27%	收取买卖差价	-	有授权的品牌商家为主	5.9亿	好-品牌商家为主，京东自营更有保障
	平台	45%		佣金+广告费				快——京东物流相对第三方物流履约更高效
拼多多	-	-	4.70%	佣金+广告费	1420万	中小商家为主	10亿	省——推荐算法价中价格因子权重高
抖音电商	内容场	60%	10.00%	佣金+广告费	百万量级	有极强内容制作能力	8亿+	省——用户无意识刷到感兴趣商品，节约信息搜集成本
	泛商城	40%		商品卡免佣		中小商家为主		暂时未观察到

国内电商行业：线上大盘渗透不断提升，拼多多/抖音份额增长较快

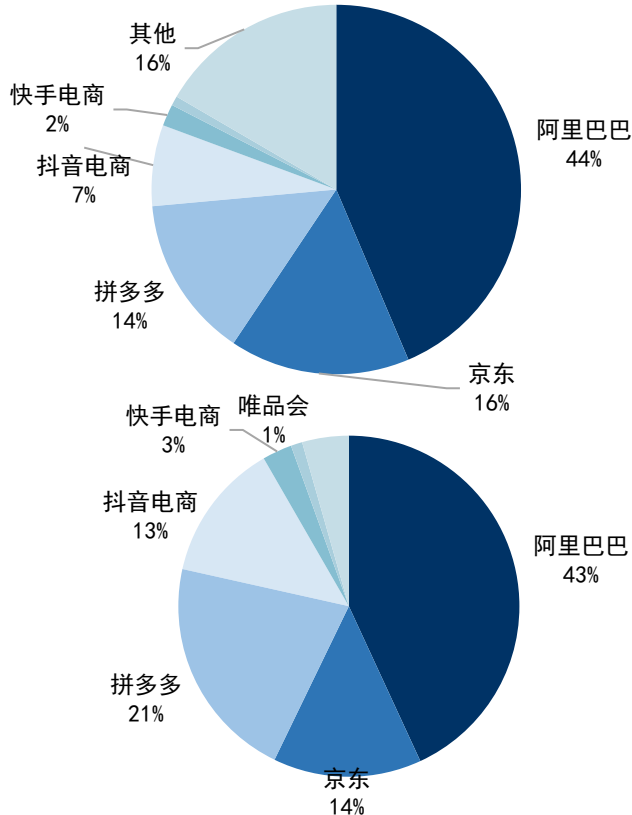
国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 社零低个位数增长，线上大盘渗透率不断提升。1) 社零规模看，2024年国内社会零售额49万亿，YoY+3.5%；2) 线上渗透看，2024年实物商品线上渗透率26.8%，同比提升0.7pct，电商增长主要依靠用户提频，单均价下滑明显，消费向性价比方向转移。
- 电商格局从“一超两强两追赶”演变为“一超一强两追赶”，拼多多、抖音电商份额显著提升。

图：电商行业发展概况

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
GMV（亿元）		91,265	106,043	114,709	132,551	138,977	144,799	155,225
	yoy	27%	16%	8%	16%	5%	4%	7%
- 实物（亿元）		71,330	85,009	96,466	112,657	120,087	122,832	130,816
	yoy	30%	19%	13%	17%	7%	2%	6%
- 非实物（亿元）		19,935	21,034	18,243	19,894	18,890	21,968	24,409
	yoy	18%	6%	-13%	9%	-5%	16%	11%
日均实物订单量（亿件）		1.39	1.74	2.28	2.97	3.03	3.62	4.80
	yoy	27%	25%	31%	30%	2%	19%	33%
实物单均价（元/件）		141	134	116	104	109	93	75
	yoy	3%	-5%	-14%	-10%	4%	-14%	-20%
AAC（亿）		6.10	7.10	7.82	8.42	8.45	9.15	9.45
	yoy	14%	16%	10%	8%	0%	8%	3%
ARPPU（元）		14,959	14,930	14,661	15,741	16,447	15,825	16,426
	yoy	11%	0%	-2%	7%	4%	-4%	4%
单用户年订单量（件）		106	112	127	151	151	170	220
	yoy	8%	5%	14%	19%	0%	12%	30%
实物ARPPU（元）		11,691	11,969	12,329	13,378	14,211	13,424	13,843
	yoy	14%	2%	3%	9%	6%	-6%	3%
实物单用户年订单量（件）		83	89	107	129	131	144	186
	yoy	11%	8%	19%	21%	2%	10%	29%

图：2022-2024年电商份额变化情况（上图为2022年）



市场份额稳中有升：性价比是消费者长期、广泛、强烈的底层需求之一， 低价&体验夯实用户基础

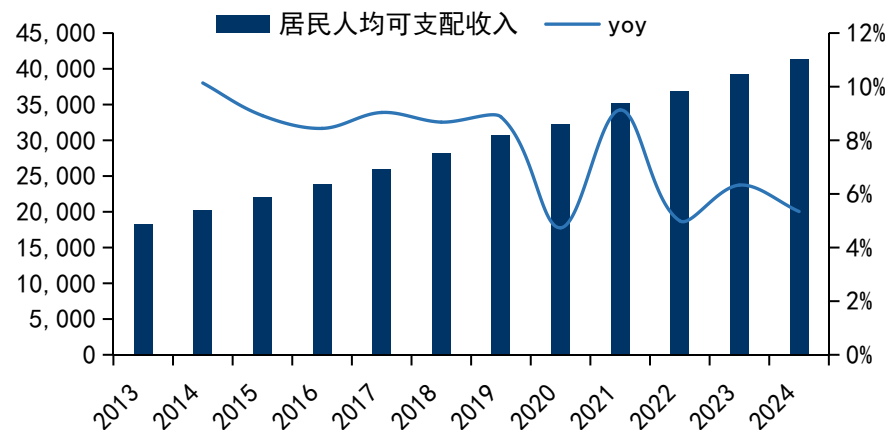
➤ **经济环境：**疫情结束后消费者可支配收入增速趋缓，消费者更关注性价比、越买越便宜，叠加物流体系成本下降，电商单包裹货值大幅下降，各家平台均加强低价格带布局迎合消费趋势。

➤ **为什么拼多多在性价比市场有优势：**

- 1) **定位低价格带电商占据心智：**早期切入仍为空白的下沉市场，现在还是价格带最低的电商平台；
- 2) **低毛利高周转的商业模式：**单品转化率的流量分配逻辑提高商品周转，流量聚焦在SKU而非店铺（淘宝是店铺维度的流量分配逻辑），在拼多多1个SKU销量可以做到500w+，利用规模效应降低商家各项经营成本（仅收0.6%支付通道费），进一步实现低价；
- 3) **用户体验好：**无条件偏向消费者，如“仅退款”，确保以次充好、劣币驱逐良币的商家不会影响用户满意度。

低价是消费者长期、广泛、强烈的底层需求之一，不会因经济环境好转大幅减弱或消失，能实现低价且赚钱的平台具有长期竞争力。

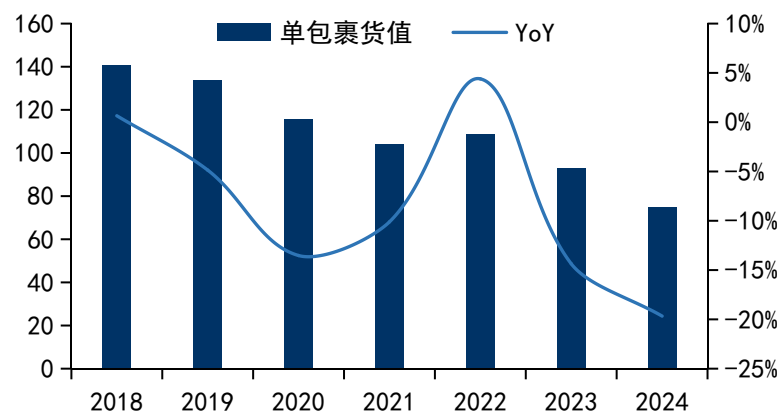
图：中国居民人均可支配收入增速趋缓（元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

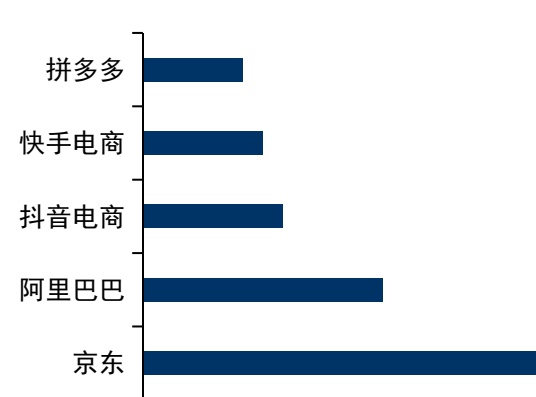
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：中国快递单包裹货值近两年快速下降（元/件，%）



资料来源：国家邮政局、Wind、国信证券经济研究所整理

图：拼多多占据电商平台最低价格带（元）

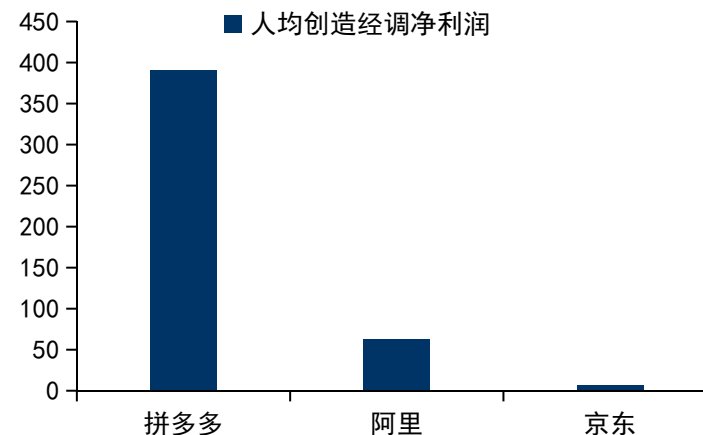


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

拼多多团队高人效强执行力，持续提升渠道效率

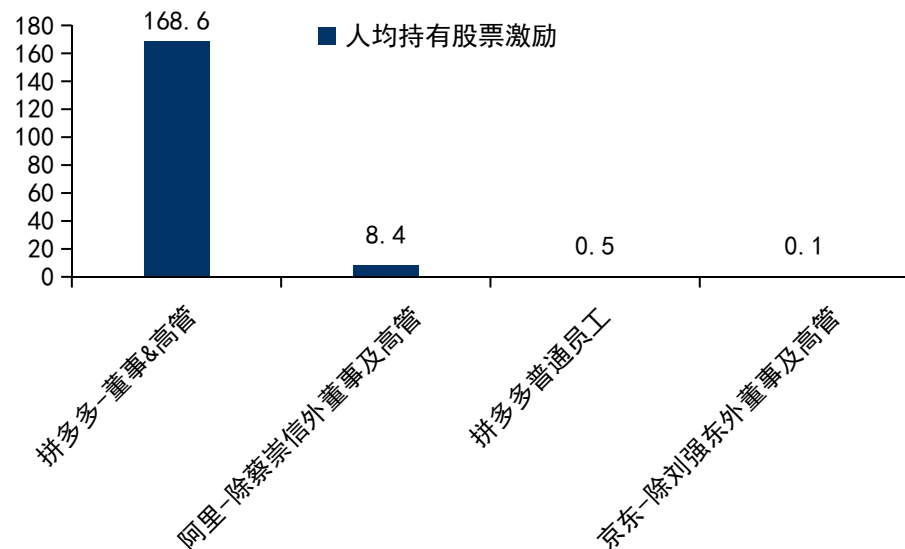
- 组织能力：1) 高股权激励、长锁定期引导员工长期主义、团队低流失率，目前拼多多董事高管人均持有公司股票近20亿元，其中限制性股权授予期限20年（远高于阿里8-10年、京东6-10年），普通员工人均持有股票市值超500万元，其中限制性股权授予期限7年，股权激励数量和授予期限均远高于其他电商公司；2) 内部PK能者上，运营数据指标定胜负，前20%给股票/现金激励，激发团队战斗力，人均产出高；3) 团队扩充相对克制，员工总数不到2万人（阿里/京东分别超20/50万人），层级扁平化，大幅降低公司管理难度。

图：2023年头部电商平台员工人均创造经调净利润（万元）



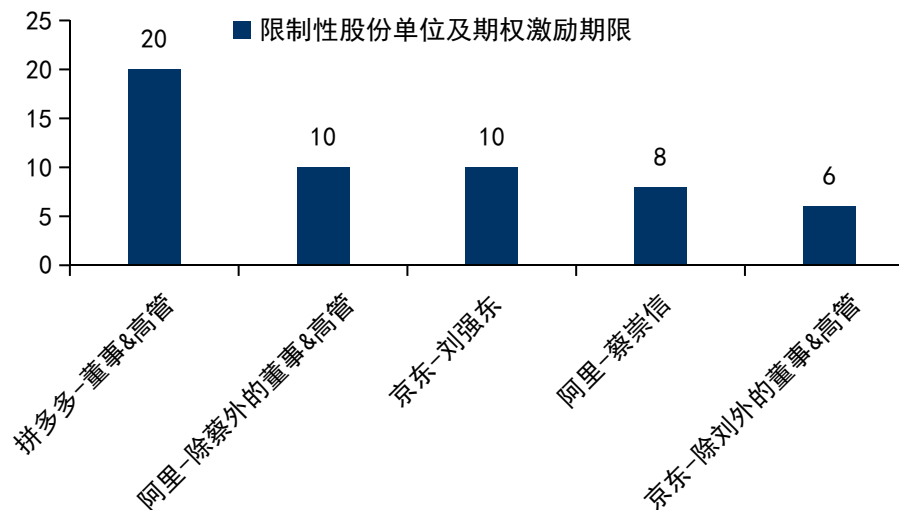
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2023年头部电商平台员工人均持有股权激励情况（千万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2023年头部电商平台员工限制性股权激励年限（年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

竞对的低价布局：受制于原有定位，难复制多多低毛利高周转的经营模式

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 淘天：2023年3月开始绝对低价战略，推出五星价格力，根据商品在全网同款的价格情况，给出1-5星级，以此判断单品是否具有价格优势，商品价格越低流量越高。一味强调低价影响了核心用户的体验和品牌商家经营（代购店和仿品店搜索排名更靠前），2024年下半年取消低价战略，恢复按GMV分配流量；
- 京东：2023年初重塑“天天低价”心智，同年3月推出“百亿补贴”，希望能满足价格敏感用户需求，同时加大引入POP商家，优化自营供应链成本，价格力有所提升，但用户群体仍局限在高消费男性群体，尚未拓圈；
- 抖音电商：2024年初开始把高价率（可比商品到手价比其他平台更高的比例）作为核心指标，全面学习拼多多低价，低价导向影响内容场和头部达人的竞争优势（内容制作成本高，需要高毛利商品支撑），效果不佳，GMV增速从年初35%跌至20%，同年下半年弱化价格力和体验优先级，转回GMV优先战略。

图：某腰部食品品牌商家经营情况

	淘天	拼多多	抖音电商
1) 商户单均UE (元/单)			
单均价	65	20	45
商品成本	26	11	20.25
商品成本占比	40%	55%	45%
平台抽佣	1.3	0.12	0.9
take rate	2%	1%	2%
履约费用 (含包材等)	5.2	2	3.6
履约费率	8%	10%	8%
流量采买及广告	23.21	6	18
营销费率	36%	30%	40%
人工成本	5.2	0.7	4.5
人工成本占比	8%	4%	10%
净利润	4.1	0.18	-2.25
净利率	6%	1%	-5%
2024年销售额 (万元)	5000.0	1500	3000
2024日销量 (件)	2,107	2,055	1,826
2024年利润 (万元)	314.29	13.50	-150.00

资料来源：千牛工作台、拼多多商家营销平台、国信证券经济研究所整理

图：某腰部男装商家经营情况

	淘天	拼多多	抖音电商
1) 商户单均UE (元/单)			
单均价	61.2	50.7	55.8
商品成本	35	37	36
商品成本占比	58%	72%	65%
平台抽佣	3	0	3
take rate	5.0%	0.6%	5.0%
履约费用 (含包材等)	5	2	4
履约费率	8%	3%	7%
流量采买及广告	9	4	10
营销费率	15%	8%	18%
人工成本	6	3	5
人工成本占比	9%	7%	9%
净利润	3	5	-2
净利率	5%	10%	-4%
2024年销售额 (万元)	2,040	1500	1200
2024日销量 (件)	913	811	589
2024年利润 (万元)	102	149	-42

资料来源：拼多多商家营销平台、千牛工作台、国信证券经济研究所整理

多多GMV测算：预计后续增长主要靠购频提升拉动

预计主站收入从2023年的1700亿增长至2026年的3104亿，3年CAGR 22%，平台GMV 3年CAGR 17%，货币化率3年年复合增长0.22pct。

结论：多多国内电商业务用户基本已经完全覆盖，后续主要通过品类交叉渗透和提升用户粘性实现增长，未来GMV增速将逐步放缓，预计2026年平台支付口径GMV约6.0万亿，5年CAGR约17%。

假设：

- 2021年平台年度交易用户8.69亿人（阿里国内同期AAC 8.82亿人），占国内手机网民85%，上升空间有限，假设2022-2026年AAC年增速分别为7%、5%、3%、1%、1%；
- 疫情结束后消费疲软，利好性价比电商，假设2025-2026年拼多多单用户年订单数增速为15%、12%；单均价增速受消费趋势影响，假设2022-2026年增速为1%、-1%、-1%、0%、1%。

表：拼多多主站GMV测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电商GMV（亿元）	1,412	4,716	10,066	16,642	23,547	29,220	37,334	44,924	52,179	59,615
yoy		234%	113%	65%	41%	24%	28%	20%	16%	14%
年度交易用户（百万人）	245	419	585	788	869	930	976	1,005	1,015	1,025
yoy		71%	40%	35%	10%	7%	5%	3%	1%	1%
ARPPU（元/年）	576	1,126	1,721	2,116	2,711	3,144	3,825	4,469	5,139	5,813
yoy		95%	53%	23%	28%	16%	22%	17%	15%	13%
单用户年订单数（单）		26	34	41	52	60	74	87	100	112
yoy			31%	21%	27%	15%	23%	18%	15%	12%
AOV（元）		43	51	52	52	53	52	51	51	52
yoy			17%	2%	1%	1%	-1%	-1%	0%	1%

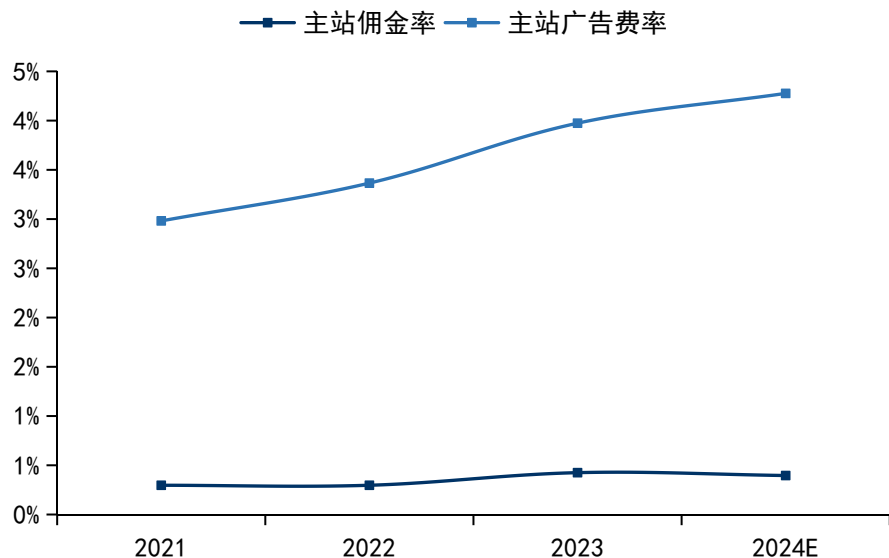
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

平台收入：下调佣金繁荣生态，广告货币化率持续提升

- 拼多多主站收入分为佣金和广告两部分：0.6%佣金相对固定费率低，广告费率占比高弹性大，近年平台主站收入增长主要由广告增长贡献。
- 2024年下半年起，拼多多管理层表示将在未来一年将免佣100亿元以加大优质商家扶持力度，着力打造健康可持续的平台生态。此前平台追求极致效率，不断压缩商家利润空间，我们观察到2024Q3起多多主站佣金率同比开始下降，广告货币化率持续上升——我们认为佣金主要受平台政策调节，广告主要受BC端供求影响，平台能持续吸引消费者产生交易，商家就会主动投流换取更多流量和生意增长，整体看商家货币化率将呈现“佣金率降、广告货币化率稳中有升”的走势，整体货币化率有望持续提升，但增速显著减缓。

图：拼多多主站佣金率及广告货币化率变化情况（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图：拼多多商家百亿减免计划



资料来源：拼多多商家后台，国信证券经济研究所整理

多多货币化率测算——广告货币化率预计将持续提升

预计主站收入从2023年的1700亿增长至2026年的3045亿，3年CAGR 21%，平台GMV 3年CAGR 17%，货币化率3年年复合增长0.18pct。

结论：受百亿减免计划影响，预计佣金率将回落至0.23%，平台持续提升高毛利品类占比、向上游压缩渠道利润，预计广告货币化率持续提升但速度趋缓，预计货币化率整体将从2023年4.55%升至2026年5.11%。

图：拼多多商家佣金率变化情况预测

单位：亿元	年免佣金额	佣金率减免	备注
退款订单全额退佣	45	0.1%	退款率25%，年GMV 4.5万亿
先用后付订单技术服务费从1%下调为0.6%	36	0.1%	先用后付GMV占比20%（高货值商品、消费者信用分不够等不向消费者展示）
偏远地区物流中转费用	15	0.0%	单均物流成本4元，日均单量~100万单
整体佣金减免	96	0.21%	

资料来源：拼多多商家后台，国信证券经济研究所整理及测算

表：2024-2026年拼多多平台货币化率空间测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电商平台货币化率（A = F + J）	3.40%	3.83%	4.55%	4.85%	4.93%	5.11%
平台广告费率（B）	2.98%	3.52%	4.11%	4.45%	4.70%	4.88%
平台佣金率（C）	0.31%	0.31%	0.44%	0.41%	0.23%	0.23%
GMV占比（D）	60%	58%	56%	54%	51%	50%
低毛利商品（生鲜、日百、食品、3C数码等）						
渠道利润率（E）	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
平台货币化率（F = E - G）	3.2%	3.4%	3.3%	3.5%	3.4%	3.6%
商品平均净利率（G）	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	2.4%
商品年周转次数	12	12	12	12	12	12
商品ROE	34%	32%	33%	31%	31%	29%
GMV占比（H = 1 - D）	40%	42%	44%	46%	49%	50%
高毛利商品（美妆、服饰、母婴、运动户外等）						
渠道利润率（I）	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
平台货币化率（J = I - K）	3.7%	4.4%	6.2%	6.5%	6.5%	6.6%
商品平均净利率（K）	6.5%	5.3%	3.7%	3.4%	3.4%	3.3%
商品年周转次数	9	9	9	9	9	9
商品ROE	59%	48%	33%	31%	31%	30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

多多货币化率测算——广告货币化率预计将持续提升



- 假设：
- 1. 我们将商品根据毛利空间分为低毛利商品和高毛利商品，预计未来拼多多品类结构会更加均衡，假设2024-2026年低毛利商品GMV占比分别为54%、51%、50%；
 - 2. 拼多多流量分发逻辑为低价优先，商家提价会导致流量下降，我们假设拼多多的商品渠道利润率（终端商利润率+平台利润率）会保持稳定，以维护“省”的平台心智；
 - 3. 商家用ROE指标衡量经营成果，经营需承担垫资、退换货等多重风险，参考不同品类的多家线上化率较高的上市公司ROE情况，我们设定商家经营ROE不低于15%，否则商家会退出平台；
 - 4. 在保证商家ROE的前提下，我们推测平台会通过营销工具迭代等方式提升广告费率，假设2024-2026年多多平台低毛利和高毛利商品周转次数分别为12和9次并保持不变，拼多多平台经营思路为薄利多销，假设低毛利商品平均净利率为2.6%、2.6%、2.4%，高毛利商品平均净利率为3.4%、3.4%、3.3%；
 - 5. 主站佣金收入来源为0.6%的支付通道费和百亿补贴，平台开展“百亿减免计划”会使佣金率下降，假设2024-2026年电商平台整体佣金率为0.41%、0.23%、0.23%。

表：2024-2026年拼多多平台货币化率空间测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电商平台货币化率 (A = F + J)	3.40%	3.83%	4.55%	4.85%	4.93%	5.11%
平台广告费率 (B)	2.98%	3.52%	4.11%	4.45%	4.70%	4.88%
平台佣金率 (C)	0.31%	0.31%	0.44%	0.41%	0.23%	0.23%
GMV占比 (D)	60%	58%	56%	54%	51%	50%
低毛利商品 (生鲜、日百、食品、3C数码等)						
渠道利润率 (E)	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
平台货币化率 (F = E - G)	3.2%	3.4%	3.3%	3.5%	3.4%	3.6%
商品平均净利率 (G)	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	2.4%
商品年周转次数	12	12	12	12	12	12
商品ROE	34%	32%	33%	31%	31%	29%
GMV占比 (H = 1 - D)	40%	42%	44%	46%	49%	50%
高毛利商品 (美妆、服饰、母婴、运动户外等)						
渠道利润率 (I)	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
平台货币化率 (J = I - K)	3.7%	4.4%	6.2%	6.5%	6.5%	6.6%
商品平均净利率 (K)	6.5%	5.3%	3.7%	3.4%	3.4%	3.3%
商品年周转次数	9	9	9	9	9	9
商品ROE	59%	48%	33%	31%	31%	30%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及测算

多多主站收入测算——预计主站收入在货币化率和GMV带动下较快增长

预计主站收入从2023年的1700亿增长至2026年的3045亿，3年CAGR 21%，平台GMV 3年CAGR 17%，货币化率3年年复合增长0.18pct。其中主站广告收入计入在线营销服务收入，主站佣金计入支付通道收入（支付通道收入还包含多多买菜收入、海外TEMU收入），主站自营收入计入商品收入（自2023年起不再经营此项业务）。

假设：2024-2026年主站无自营收入。

表：拼多多主站收入测算

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
GMV（亿）		23,547	29,220	37,334	44,924	52,179	59,615
	yoy	41%	24%	28%	20%	16%	14%
自营		72	2	0	0	0	0
平台		23,474	29,218	37,334	44,924	52,179	59,615
多多货币化率		3.40%	3.83%	4.55%	4.85%	4.93%	5.11%
	平台广告费率	2.98%	3.52%	4.11%	4.45%	4.70%	4.88%
	佣金率（电商）	0.31%	0.31%	0.44%	0.41%	0.23%	0.23%
主站收入（亿）		870	1,120	1,700	2,181	2,571	3,045
	yoy	60%	29%	52%	28%	18%	18%
广告收入		700 	1,027 	1,535 	1,997 	2,451 	2,908
	yoy		47%	49%	30%	23%	19%
佣金收入（财报计入支付通道收入）		72 	91 	164 	183 	120 	137
	yoy		25%	81%	11%	-34%	14%
商品收入		72 	2 	-	-	-	-
	yoy		-97%	-100%	na	na	na

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

主站利润：受平台模式影响国补参与度低，平台出资维持低价心智

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- **国补概况：**2024年国补政策自7月陆续启动至12月底结束，覆盖家电、汽车、家装家居及消费电子等。2024年8月底到12月6日，国补已撬动家电品类2000亿销售额，带动家电零售额快速增长。2025年国补品类和范围进一步扩充，2025年1月3日，国家发改委负责人表示要加力扩围“两新”政策，对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品给予补贴，加大家装消费品换新的支持力度。
- **电商平台参与情况看，**京东覆盖地区最全，开始时间最早；淘天覆盖地区和开始时间紧跟京东，有自营但业务占比较小；拼多多、抖音参与程度较低，上线时间晚且覆盖省市少。完善的自营体系和强大供应链能力便于与政府合作，平台模式下合作政府获取补贴较难，且拼多多窜货破价品较多，与品牌商直接合作少、合作阻碍大。

图：各电商平台参与国补情况（截止2025. 2. 17）

平台	开始时间	覆盖地区	覆盖商家类型
京东	8.26	17个省、4个市(3省)、2个自治区、4个直辖市	自营、第三方商家
淘天	8.31	17个省、2个自治区、3个直辖市	自营、第三方商家 (天猫优品自营、喵速达官方自营)
拼多多	10.22	11个省、6个市(1省)、1个自治区、2个直辖市	第三方商家
抖音	10.10	3个省、24个市(13省)、3个直辖市	第三方商家

资料来源：京东APP，淘宝APP，拼多多APP，抖音APP，国信证券经济研究所整理

图：各电商平台参与国补优劣势

平台	优势	劣势
京东	自营体系完善；与政府对接合作较紧密；拥有强大家电用户份额；具备供应链能力和履行基础设施	对商家审核较严格；价格管控严格
淘天	商家审核较宽松	自营业务占比较小
拼多多	价格管控较宽松	无自营业务较难获取地方政府资金；因平台特性与品牌商家合作不佳
抖音	推广能力强	无自营业务较难获取地方政府资金

资料来源：京东APP，淘宝APP，拼多多APP，抖音APP，国信证券经济研究所整理

主站利润：国补受平台模式影响参与度较低，平台出资维持低价心智

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 国补参与度：拼多多国补参与度低，以手机为例，大多数商品未参与国家补贴；
- 平台补贴情况：消费者到手价与友商基本持平，主要由百亿补贴平台官补叠加百亿消费券补贴：百亿补贴常规官方补贴比例4-6%，目前数码家电品类对标友商国补后价格，官方补贴力度加码（测算补贴力度提升至10-20%），此外平台每月发放10亿元百亿消费券（主要在家电数码）；
- 销售费用测算：目前百亿补贴GMV占比~20%，其中数码电器品类GMV占百补比例~20%，假设平台在数码电器整体补贴率从6%提升至10%-15%，估算2025年年销售费用增加83-187亿元，销售费率提升2-4%，可能部分被其他业务销售费用收缩和杠杆效应抵消。

图：各电商平台家电产品补贴后价格对比（比价时间2025.02.17，单位：元）

品牌	型号（具体到系列&外观颜色&版本&配件套装）	价格（元）								比价			店铺名称			
		拼多多		淘宝		京东		抖音		拼多多 /淘宝	拼多多 /京东	拼多多 /抖音	拼多多	淘宝	京东	抖音电商
		国补前	国补后	国补前	国补后	国补前	国补后	国补前	国补后							
苹果	16 128GB 群青色	4698	无国补	5199	无国补	5199	4699	5199	4699	90%	100%	100%	Apple	翼天下天翼电信旗舰店	Apple产品京东自营旗舰店	Apple产品抖音自营旗舰店
苹果	15 128G 蓝色 公开版	4098	无国补	4198	无国补	4599	4099	4599	4099	98%	100%	100%	Apple	卓创优选	Apple产品京东自营旗舰店	Apple产品抖音自营旗舰店
苹果	15Plus 黑色 128G 公开版	4698	无国补	4648	无国补	5199	4699	无货	无货	112%	100%	-	Apple	卓创优选	Apple产品京东自营旗舰店	Apple产品抖音自营旗舰店
小米	14 16GB+512GB 白色	4299	3497	4249	3749	3999	3499	4299	3799	93%	100%	92%	小米	小米官方旗舰店	小米京东自营旗舰店	小米官方旗舰店
小米	REDMI K80 12GB+256GB 玄夜黑	2497	2124	2499	2124	2499	2124	2499	2124	100%	100%	100%	小米	小米官方旗舰店	小米京东自营旗舰店	小米官方旗舰店
小米	Turbo4 12GB+256GB 祥云白	1997	1699	1999	1699	1969	1699	1999	1699	100%	100%	100%	小米	小米官方旗舰店	小米京东自营旗舰店	小米官方旗舰店
OPPO	K12x 8GB+128GB 钛空灰	1099	无国补	999	849	999	849	899	764	129%	129%	144%	OPPO	OPPO官方旗舰店	OPPO京东自营官方旗舰店	OPPO官方旗舰店
OPPO	Find X7 12GB+256GB 海阔天空	3397	无国补	3999	3499	3599	3059	3799	3299	97%	111%	103%	OPPO	OPPO官方旗舰店	OPPO京东自营官方旗舰店	OPPO官方旗舰店
OPPO	Reno13 Pro 12GB+256GB 蝴蝶紫	2772	无国补	3149	2719	3199	2719	3199	2719	102%	102%	102%	OPPO	OPPO官方旗舰店	OPPO京东自营官方旗舰店	OPPO官方旗舰店
VIVO	X100 Ultra 12GB+256GB 深空灰	4649	无国补	4799	4299	4799	4299	5199	4699	108%	108%	99%	vivo	vivo官方旗舰店	vivo京东自营官方旗舰店	vivo官方旗舰店
VIVO	X200 Pro 16GB+512GB 宝石蓝	4889	无国补	5949	5449	5899	5499	5999	5499	90%	89%	89%	vivo	vivo官方旗舰店	vivo京东自营官方旗舰店	vivo官方旗舰店
VIVO	S20 8GB+256GB 松烟墨	1741	无国补	2099	1785	1999	1784	2099	1785	98%	98%	98%	vivo	vivo官方旗舰店	vivo京东自营官方旗舰店	vivo官方旗舰店
平均比价情况										101%	103%	102%				

资料来源：京东APP，淘天APP，拼多多APP，抖音APP，国信证券经济研究所整理

主站利润：估算2025年国补带来的销售费用提升83-187亿元，部分或被其他业务销售费用收缩抵消

- **国补参与度**：拼多多国补参与度低，以手机为例，大多数商品未参与国家补贴；
- **平台补贴情况**：消费者到手价与友商基本持平，主要由百亿补贴平台官补叠加百亿消费券补贴：百亿补贴常规官方补贴比例4-6%，目前数码家电品类对标友商国补后价格，官方补贴力度加码（测算补贴力度提升至10-20%），此外平台每月发放10亿元百亿消费券（主要在家电数码）；
- **销售费用测算**：目前百亿补贴GMV占比~20%，其中数码电器品类GMV占百补比例~20%，假设平台在数码电器整体补贴率从6%提升至10%-15%，估算2025年销售费用增加83-187亿元，销售费率提升2-4%，可能部分被其他业务销售费用收缩和杠杆效应抵消。

图：拼多多官方补贴&百亿补贴消费券主要补贴数码家电等国补品类

The screenshot displays the Pinduoduo app interface with several promotional banners and product listings. At the top, there's a '消费券' (Coupon) banner with a 4.3折 (43% off) offer. Below it, a '百亿补贴' (100 Billion Subsidy) banner highlights a 9折 (90% off) offer on digital appliances, with a total of 3350元 in coupons. A '手机消费券专区' (Mobile Phone Coupon Special Zone) banner shows a 100元 (1000元) coupon for mobile phones. The bottom section features a '精选 4.3折' (Selected 4.3折) banner with various product listings, including a '立享9.5折' (Instant 9.5折) offer on a car. The right side of the image shows a '优惠详情' (Discount Details) panel with a '官方补贴' (Official Subsidy) of 522元 and a '平台券' (Platform Coupon) of 150元, with a '立享9折, 最高减150元' (Instant 9折, up to 150元 off) offer.

- 【 01 】 主站业务：低价需求长期存在，短期逆风不改核心竞争力
- 【 02 】 跨境业务：全托转平台规避关税风险，未来潜力可期
- 【 03 】 盈利预测与投资建议
- 【 04 】 风险提示

TEMU：上线3年快速扩张，随着规模扩大面临政策及竞争挑战

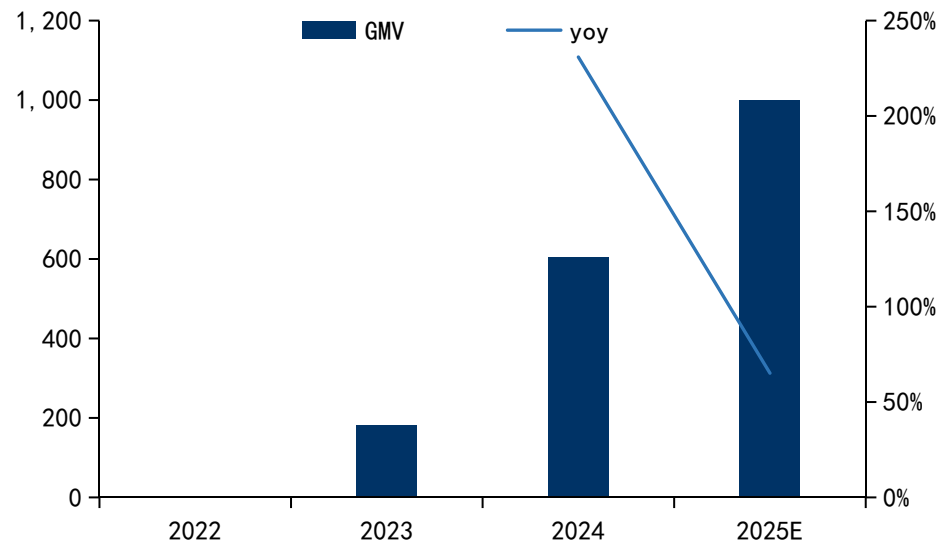
- TEMU于2022年9月于美国上线，通过简化跨境出海流程、降低外贸门槛、拓宽订单渠道、助力品牌培育，让更多中小外贸企业进入跨境电商市场。目前已进入美国、德国、日韩等60多个国家地区，据我们测算，2024年TEMU实现GMV超600亿美金，yoy+231%。我们预计2025年TEMU GMV目标1000亿美金，目标yoy+65%，预计2025年平台将持续亏损。
- **业务挑战：**1) **竞争加剧：**亚马逊24年下半年在欧美等发达地区推出低价商店Haul，针对20美金以下轻小件白牌商品，对标TEMU全托管模式；2) **政策风险：**欧美关税大幅提高风险，美国计划3月4日起，在2月1日加征10%关税基础上对所有中国商品再额外征收10%关税（共计20%关税）；2024年12月5日，越南工贸部要求拼多多旗下跨境电商平台Temu暂停在越南的业务，主要由于TEMU在进入越南市场前未向工贸部进行运营注册并依法设立代表机构或指定授权代表。

图：TEMU上线以来扩张情况



资料来源：TEMU官网，国信证券经济研究所整理

图：TEMU GMV变化情况（亿美元，%）

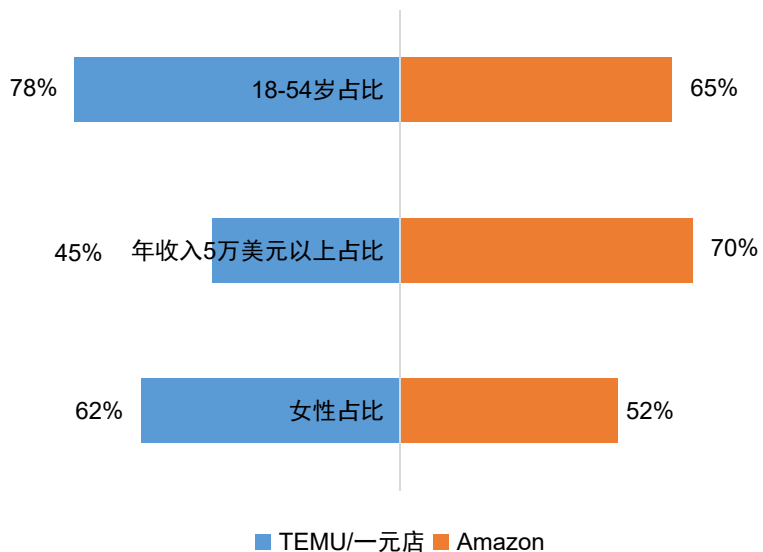


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算



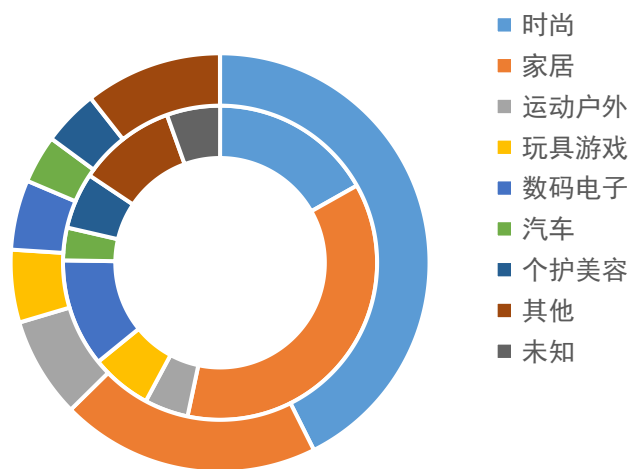
- **客户价值：**TEMU主要面向欧美发达地区消费者，借助中国廉价制造链满足消费者性价比需求，目前TEMU欧美地区GMV占比约80%。早期TEMU从低价格带折扣商品切入欧美市场，此前美国电商综合平台没有建立起经营该细分市场的能力，无直接竞对，早期TEMU主要抢占线下一元店及独立站生意。

图：TEMU/一元店与Amazon美区用户画像差异较大



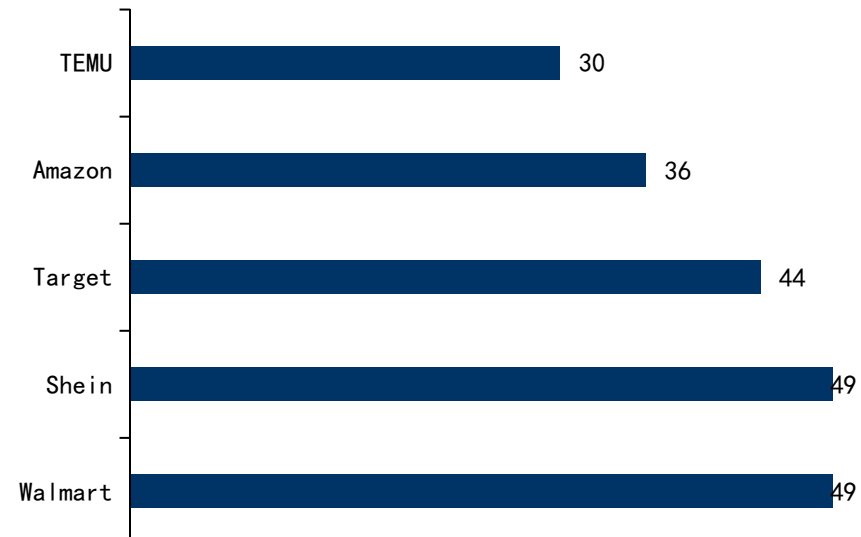
资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

图：TEMU以时尚品类为主，Amazon以家居电子品类为主



资料来源：Yipit，国信证券经济研究所整理

图：2023年美国网一电商单均价（美元）

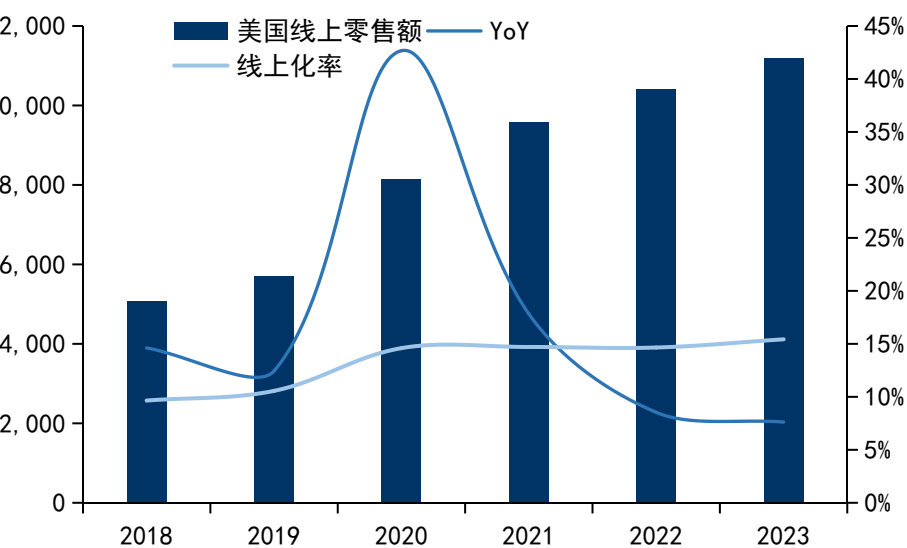


资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

欧美电商规模大增速快，绝对低价定位空白仍有切入机会

- 行业大盘看，以美国为例，2023年美国线上零售大盘1.1万亿美元，yoy+8%，线上化率15%，在各零售业态里增速最快，持续抢占零售份额（2024年中国网上社零15.5万亿元，yoy+7%，线上化率27%）；
- 格局看，美国电商竞争激烈，格局相对分散，CR10为64%（对比中国CR5 80-90%），线下零售商实力强大，电商渗透率不断提升背景下纷纷布局电商抢占份额；
- 从各平台定位看，美国头部电商普遍定位省时（亚马逊，与线下采购费时费力区分）、SKU丰富（eBay，与线下有限货架区分），线下零售商拓展至线上普遍保留原有品类特色和价值点，如沃尔玛便宜丰富的杂货品类、塔吉特时尚感强等，几乎没有定位绝对低价的电商平台；观察到Shein定位有设计感的低价服饰平台获得海外市场认可后，TEMU定位全品类大幅折扣电商平台率先于美国上线。

图：美国线上零售额及线上化率变化情况（亿美元，%）



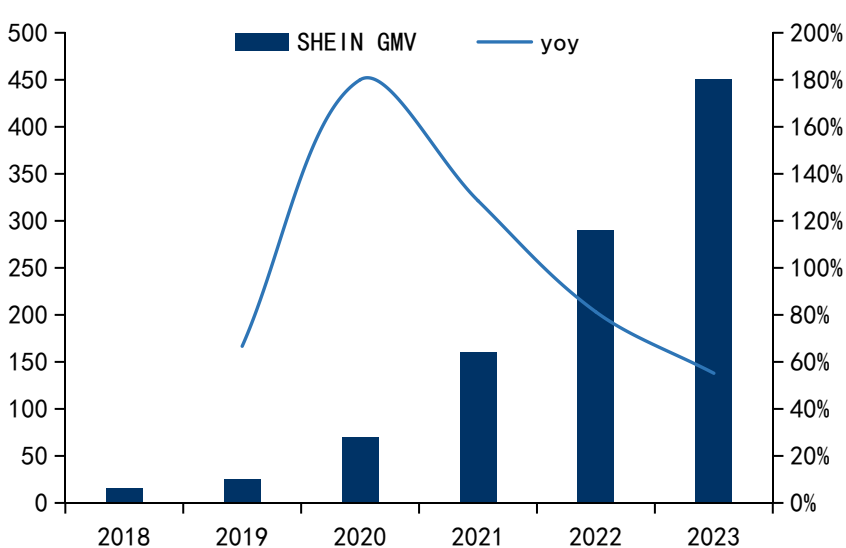
资料来源：US Census Bureau，国信证券经济研究所整理

图：2023年美国电商份额TOP15公司

序号	名称	公司类型	2023年电商份额
1	亚马逊	电商平台	31.0%
2	沃尔玛	全品类零售商	7.3%
3	CVS Health	垂类零售商-药店	6.6%
4	苹果	品牌	5.7%
5	Cigna	垂类零售商-药店	5.6%
6	eBay	电商平台	2.5%
7	塔吉特	全品类零售商	1.5%
8	家得宝	垂类零售商-家居	1.4%
9	Walgreens Boots	垂类零售商-药店	1.4%
10	克罗格	全品类零售商	1.3%
11	百思买	垂类零售商-电子产品	1.1%
12	Costco	全品类零售商	1.0%
13	PetSmart	垂类零售商-宠物用品	0.9%
14	Wayfair	家居垂类电商	0.9%
15	TEMU	电商平台	0.7%
合计			68.9%

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图：Shein GMV 增长迅速（亿美元，%）



资料来源：晚点LatePost，国信证券经济研究所整理

TEMU解决之前欧美电商平台无法做低价格带折扣商品的问题

- 前端筛选爆品、注重单SKU产出的算法能力，筛选高周转商品并聚焦流量集中打爆（流量分发逻辑与主站趋同），实现单一SKU高销量，进而更大批量采购，能跳过贸易商直连制造商；亚马逊是货架逻辑，商品积累基础销量和排名就能持续出单，不卷价格；
- 全托管模式下直连工厂降流通成本：全托管卖家只负责送货入国内仓，C端交互完全交给平台，相比亚马逊等平台商家需要送货入海外仓并负责投流推广售后等，卖家风险低、运营能力要求低（Shein模式类似），适合工厂型商家入局，进而压低商品成本；
- 半托管/平台模式下整合订单优化海外仓配费用（能力建设）：半托管运营更重适合贸易商参与，商品流通环节难节省成本，美国尾程仓配和欧洲干线物流成本仍有很大压缩空间——亚马逊FBA对大卖小卖收费标准统一（FBA仓主要目的是提供更优质的履约体验，相比国内内贸仓周转更慢效率更低），TEMU一方面鼓励头部商家利用大批量发货优势压缩仓配成本实现低价；同时也在推动腰部商家使用官方海外认证仓和平台面单，平台牵头集单降低仓配费用。目前TEMU美国整体日包裹386万件，半托日均包裹64万件，相当于Amazon 2014年水平。



在线下单补贴活动

在线下单官方现金补贴0.5美金/单，上不封顶
活动时间2025年1月1日-2025年3月31

首期补贴活动规则

适用站点

美国站点

参与资格

在2024年12月15日至2024年12月21日期间，使用在线下单发货的包裹总量 ÷ 该期间发货包裹总量 × 100% < 95% 的商家，即可获得参与首期补贴活动的资格。

补贴资格

具备参与资格的商家，在首期期间按天维度进行考核，考核当日满足以下【任一条件】的，则当日使用【在线下单发货】的包裹，即可获得 **0.5美元/包裹** 的补贴资格。

条件1

当日使用在线下单发货的包裹总量 ÷ 当日发货包裹总量 × 100% ≥ 95%

条件2

当日使用在线下单发货的包裹总量 > 500个

补贴发放

发放规则

首期（即2025年1月1日至2025年1月31日）届满后，将于 **次月公布** 获得补贴资格的情况。

如次月的发货情况满足：
次月整月使用在线下单发货的包裹总量 ÷ 次月整月发货包裹总量 × 100% ≥ 首期期间获得补贴资格的包裹总量 ÷ 首期期间发货包裹总量 × 100%
则将于 **第三个月发放** 相应补贴。

一品发泛欧物流发货价格和时效利好

欧盟UPS物流在线下单

产品亮点		
以下流向现已支持在线下单，享受更低价、更高效的物流服务！		
可享超低价优势		
流向	预估可享以下超低价	
德国 → 法国	1kg以内，低于5欧	
	4kg以内，低于6欧	
德国 → 意大利	2kg以内，低于6欧	
德国 → 西班牙	4kg以内，低于5欧	
意大利 → 意大利	最低4.60欧	
意大利 → 德国	最低5.06欧	
意大利 → 法国	最低4.80欧	
意大利 → 西班牙	4kg以内，最低4.30欧	
西班牙 → 西班牙	20kg以内，最低4.73欧	

欧洲跨国发货时效调整

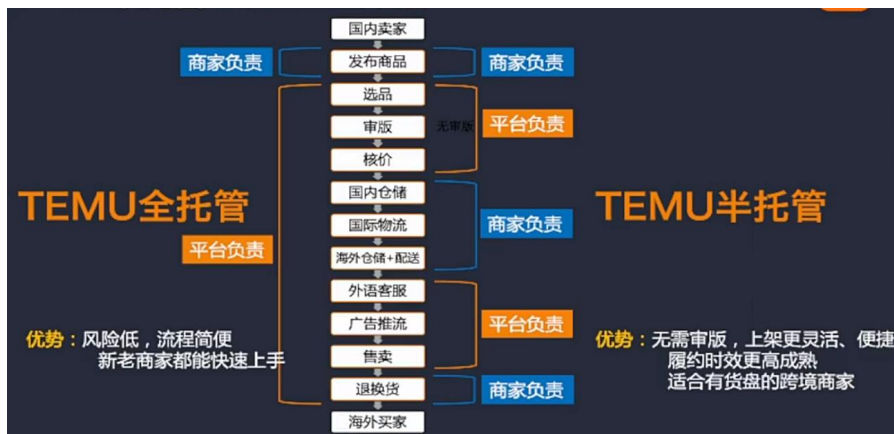
时效调整明细				
收货国家	发货国家	时效(工作日)		
		调整前	调整后	
德国	法国	5	6	法国 德国
	意大利	5	6	
	西班牙	5	6	
法国 申根区	法国	3	4	波兰 意大利
	德国	5	6	
	意大利	5	6	
法国 申根区	西班牙	5	6	葡萄牙 捷克
	斯洛文尼亚	5	7	
	匈牙利	5	7	
斯洛伐克	斯洛伐克	5	7	波兰 意大利
	意大利	6	9	
	捷克	6	9	
波兰	波兰	6	9	波兰 意大利
	意大利	6	9	
	捷克	6	9	

TEMU业务模式演变脉络：从全托拓展到平台模式，逐步扩大商家自主权

- 2022年9月上线全托管：从美国开始快速开拓多国站点，截至2023年底开通近60个国家。全托模式下平台负责定价、投流、履约及客服，最大限度优化用户购买体验。从Shein等跨境平台大批挖人复用已有经验，早期平台出资外投广告、补贴消费者及商家，据测算23年TEMU亏损近300亿元，GMV亏损率超20%；
- 2023年底测试全托管海运快船模式失败：欧美、中东等地大件商品需求旺盛，通过快船运输可提升平台单均价并大幅降低头程履约费用。跨境空运小包数量急剧增加，头程履约成本快速上升，最早在美韩站点测试快船，以美国为例，时效22-28天，履约成本下降为空运的1/10，用户下单后国内仓发直达消费者，后因时效久用户体验差仅在日韩东南亚等亚洲区域（离中国更近）使用；

全托模式下平台使用空运小包从中国仓直发海外消费者，极大依赖销售国关税小额豁免政策（美国800美金以下/欧盟150欧以下），随着各国小额关税豁免政策取消风险加大，全托管模式成本优势大幅收窄，清关业务量扩大也会导致空运小包时效大幅延长（从之前10-15天妥投到20-30天妥投），C端竞争力减弱，未来发展空间有限。

图：TEMU全托和半托业务模式差异



资料来源：TEMU官网，国信证券经济研究所整理

图：普通商品800美金豁免政策取消后增加近50%税收成本

女士梭织长裤 6204690310

基础税率：28.6%

301条款加征税率：7.5%

0204加征关税：10%

总税率：46.1%

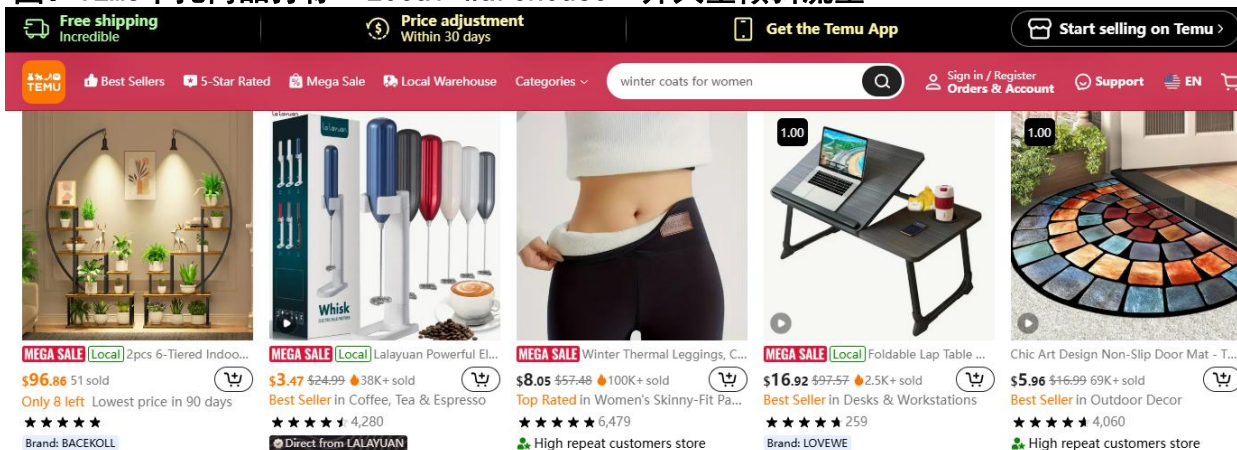
资料来源：云途物流，国信证券经济研究所整理

TEMU业务模式演变脉络：从全托拓展到平台模式，逐步扩大商家自主权

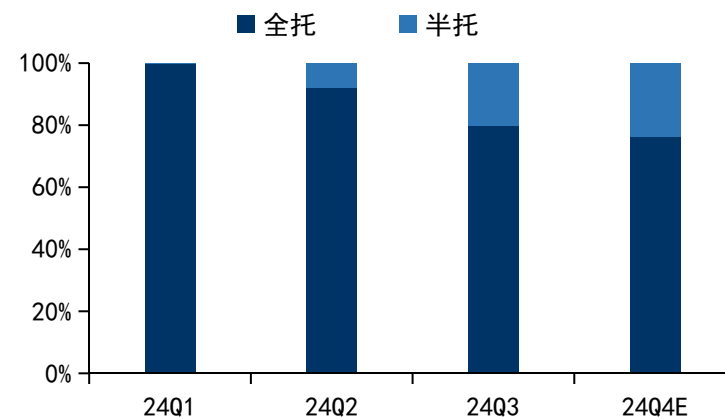
- **2024年2月上线半托管模式：**即自配送模式，需要卖家在销售目的地有本地库存并自行配送至当地消费者，半托与亚马逊商家重叠度高。半托优势：1) **拓供给：**平台流量溢出，全托受制于空运小包履约费高履约时效长，部分品类比较难做，重抛货和食品饮料等短保品类可以上线半托；2) **优化客户体验**（时效好，2-3天收货）；3) **降低关税风险**——半托商品单批货物普遍超过美国800美金免税门槛，不受免税政策影响。半托减轻平台履约压力与亏损，随着平台半托入驻商家供给不断丰富，2024年下半年半托招商与买手团队合并，从原来全品类招商转为分品类招商运营，开启精细化运营；
- **2025年计划向第三方平台转变：**随着入驻商家丰富度大幅提升，卖家运营能力更加成熟，平台的用户心智确立，平台介入环节将逐步减少，吸引更多Amazon卖家入驻。

半托模式下商品储存在本地，小额关税豁免政策取消对半托没有影响，据测算TEMU美国市场半托GMV占比35%，全球半托GMV占比约25%，部分缓解关税带来的涨价和时效延长风险；半托模式下原有国内工厂卖家不愿承担海外库存风险、大批亚马逊卖家不愿意放弃商品定价权，入驻商家留存率仅10%+，为了进一步规避关税风险和扩大供给丰富度，预计TEMU将于近期开放平台模式，进一步提升商家经营自主权。

图：TEMU半托商品打标“Local Warehouse”并大量倾斜流量



图：截至24Q4，TEMU半托业务GMV占比1/4



资料来源：TEMU官网，国信证券经济研究所整理及测算

资料来源：TEMU官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

半托履约时效好关税风险低，价格大约为Amazon 6-7折



- 终端售价看，TEMU全托价格是Amazon 6折，半托价格是Amazon 7折；
- 时效看，全托标快最快7天送达，全托特快最快5天送达，半托3-4天达（同一店铺购买满30刀免2.99刀运费）：

图：TEMU全托/半托与Amazon美国地区同款商品比价情况

一级类目	二级类目	商品名称	价格（美元）		TEMU全托 /Amazon	一级类目	二级类目	商品名称	价格（美元）		TEMU半托 /Amazon
			TEMU全托	Amazon					TEMU半托	Amazon	
运动户外	垂钓	防水EVA钓鱼桶	13.39	22.98	58%	运动户外	智能出行	成人老年人电动行车器	410.3	489.0	84%
运动户外	自行车配件	超亮 LED 自行车轮辐灯	5.02	14.99	33%	运动户外	骑行用品	WEIZE儿童自行车	95.2	140.0	68%
运动户外	照片和光学器件	Ourlife 4K 超高清运动相机	27.34	39.99	68%	运动户外	运动	LADPED电动滑板车LP80	159.1	190.0	84%
数码电子	手机	Realme Note 50 解锁手机	97.59	97.99	100%	数码电子	智能手机	Max迷你智能手机	36.4	50.0	73%
数码电子	耳机及配件	OURLIFE AI 翻译耳机	13.25	39.99	33%	数码电子	录音与现场配件	BONAOK 无线卡拉OK 麦克风	12.8	20.0	64%
数码电子	手机支架	360度旋转金属手机支架	3.32	8.99	37%	数码电子	手机拍摄	AOCHUAN 智能XE	43.9	52.0	84%
家居	存储收纳	Joybos自拧拖把和桶套装	25.08	39.99	63%	家居	厨房电器	厨房食品加热垫	29.6	60.0	49%
家居	洗衣干衣用品	HKromore 2.11gal 便携式折叠洗衣机	23.52	29.99	78%	家居	家居装饰	室内植物架带种植灯	124.2	170.0	73%
家居	厨房电器	6L电动空气炸锅烤箱	40.97	57.99	71%	家居	家具	带脚凳的简约豪华游戏椅	85.4	140.0	61%
个护美容	首饰吊坠	925 银天然紫水晶吊坠	27.95	49.90	56%	个护美容	香水	3.4 盎司男士香水喷雾	8.6	19.0	45%
个护美容	首饰清洁护理用品	40W 声波珠宝清洁剂	22.49	37.99	59%	个护美容	男士眼镜	【3件装】偏光男女时尚眼镜	10.7	16.9	63%
个护美容	男士眼镜	时尚眼镜3件套	6.19	18.12	34%	个护美容	香水	RawChemistry 男士原味古龙水	25.2	31.5	80%
服饰鞋包	女鞋	迪士尼刺绣印花运动鞋	21.24	39.99	53%	服饰鞋包	女士背包	休闲动漫主题尼龙背包套装	17.6	30.0	59%
服饰鞋包	箱包	24英寸旅行手提箱	38.76	52.99	73%	服饰鞋包	箱包	ITAMOOD奢华设计师品牌新月包	32.1	60.0	54%
服饰鞋包	女士裙子	贴花松紧腰裙	11.55	19.99	58%	服饰鞋包	女士裙子	女士A字裙短裙	15.4	30.0	51%
平均价格对比					58%	平均价格对比					66%

资料来源：TEMU官网、Amazon官网，国信证券经济研究所整理

TEMU收费及亏损情况：半托模式下平台亏损减少，商家利润增厚

1) 全托模式下Temu有定价权，平台收取买卖差价（约占售价50%），消费者确认收货前商品所有权归商家。商家提供供货价，平台定前端售价，拉齐看给商家留20%左右毛利（中个位数净利），货从商家发出，到temu国内仓库中转，temu负责销售履约售后；除商品成本外早期主要费用为履约（~35%）、拉新和营销发券，随着TEMU低价口碑传播和GMV快速增长，拉新费用和占比快速下降，全托模式下履约费率较为刚性，营销费率主要为维护平台低价心智；

2) 半托模式下平台收取买卖差价，25年初商品数量相对丰富后开始测试收广告费（CPM）；要求头部商家供货价是Amazon同款85折，非头部商家供货价是Amazon同款6-7折；C端价格为Amazon 85折左右，拉齐看给商家留~50%毛利，近10%净利。

图：TEMU全托管商品UE模型（平台视角）

金额（美元）	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
单包裹价格	33.0	35.0	37.0	39.0
成本（商家核算价）	11.6	17.5	16.7	16.4
履约费用（含超时退款）	11.6	11.8	13.0	13.1
营销费用（券）	6.6	7.0	7.4	7.8
人工/损耗等	0.5	0.5	0.5	0.5
拉新前净利润	2.8	-1.8	-0.6	1.2
单均拉新成本	13.2	4.9	4.9	2.1
拉新后净利润	-10.4	-6.7	-5.4	-0.9
售价	100%	100%	100%	100%
成本（商家核算价）	65%	50%	45%	42%
履约费用（含超时退款）	35%	34%	35%	34%
营销费用（券）	20%	20%	20%	20%
人工/损耗等	2%	1%	1%	1%
拉新前净利率	8%	-5%	-1%	3%
拉新成本率	40%	14%	13%	5%
拉新后净利率	-32%	-19%	-15%	-2%

资料来源：公司公告、Yipit，国信证券经济研究所整理及测算

图：TEMU半托管商品UE模型（商家视角，美元，%）

	TEMU美区半托	占比
商品售价	33.6	100%
平台加价	4.4	13%
商家供货价	29.2	87%
生产成本	15.0	45%
国内段物流	0.2	1%
头程海运成本（\$2/kg）	1.0	3%
海外仓租（前2个月免仓租）	0.0	0%
尾程配送	6.0	18%
经营成本	3.0	9%
售后成本	1.0	3%
商家利润	3.0	9%

资料来源：TEMU卖家课堂，国信证券经济研究所整理 注：以某剃须刀为例，重量0.5kg，体积0.0008立方米，30天周转

- [01] 主站业务：低价需求长期存在，短期逆风不改核心竞争力
- [02] 跨境业务：全托转平台规避关税风险，未来潜力可期
- [03] 盈利预测与投资建议
- [04] 风险提示

盈利预测： 预计24-26年经调整净利润1188/1245/1565亿， CAGR 15%



收入端:预计24-26年收入3898/4797/5928亿，调整幅度为-0.3%/-3.6%/+2.7%， CAGR 23%；

- 在线营销服务：预计24-26年广告收入增速为29%/24%/19%，主站GMV增速为20%/16%/14%，预计广告收入增长靠GMV和货币化率拉动；
- 交易服务：预计24-26年交易服务收入增速为104%/22%/29%，其中：
 - 1) 多多买菜：假设多多买菜24-26年维持14%佣金率，GMV增速为0%/10%/10%，主要反映竞争趋缓带来的份额提升，预计多多买菜24-26年收入为188/201/221亿元；
 - 2) 主站：受平台百亿减免计划影响，假设24-26年主站佣金率为0.41%/0.23%/0.23%，预计24-26年主站佣金收入为183/120/137亿元；
 - 3) TEMU： 假设TEMU 24-26年GMV增速为231%/65%/60%，其中半托GMV占比分别为14%/35%/55%，全托佣金率分别为38%/38%/39%，半托佣金率分别为5%/10%/10%，预计24-26年TEMU收入分别为1550/2027/2664亿元。

经营利润端:我们预计拼多多经调营业利润率24-26年为30%/28%/29%；

整体看，预计24-26年经调整净利润1188/1245/1565亿，调整幅度为-0.2%/-3.3%/+6.0%， CAGR 15%。

图：拼多多整体收入和利润情况

(CNY, 百万)		2023	2024E	2025E	2026E	2024Q1	2024Q2	2024Q3
总收入		247,639	389,773	479,674	592,751	86,812	97,060	99,354
	YoY	90%	57%	23%	24%	131%	86%	44%
市场服务		247,639	389,773	479,674	592,751	86,812	97,060	99,354
	YoY	90%	57%	23%	24%	131%	86%	44%
在线营销服务		153,541	197,682	245,062	290,767	42,456	49,116	49,351
	YoY	49%	29%	24%	19%	56%	29%	24%
交易服务		94,099	192,092	234,611	301,984	44,356	47,944	50,003
	YoY	241%	104%	22%	29%	327%	234%	72%
--- 多多买菜		16,944	18,780	20,072	22,079	4,158	4,374	5,100
	%DDMG GMV	13%	14%	14%	14%	14%	15%	16%
	yoy (%)	-6%	11%	7%	10%	8%	15%	23%
---- 主站		16,425	18,304	12,001	13,711	5,225	5,365	4,089
	%电商3P GMV	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.4%
	yoy (%)	81%	11%	-34%	14%	32%	33%	14%
---- 海外		60,729	155,007	202,538	266,193	34,973	38,205	40,814
	%temu GMV	47%	35%	28%	23%	36%	38%	40%
	yoy (%)	11640%	155%	31%	31%	1258%	485%	91%
全托收入		60,729	143,333	177,221	202,538	34,973	37,883	39,182
	佣金率	47%	38%	38%	39%	36%	41%	48%
半托收入		-	3,250	25,317	63,655	-	321	1,633
	佣金率	0%	5%	10%	10%	-	4%	8%
毛利		155,916	240,555	287,804	361,578	54,117	63,361	59,645
	毛利率	63.0%	61.7%	60.0%	61.0%	62.3%	65.3%	60.0%
研发费用		10,952	12,079	14,865	18,369	2,910	2,909	3,063
	研发费率	4.4%	3.1%	3.1%	3.1%	3.4%	3.0%	3.1%
销售费用		82,189	114,008	142,702	176,342	23,411	26,049	30,484
	销售费率	33.2%	29.2%	29.7%	29.7%	27.0%	26.8%	30.7%
管理费用		4,076	7,751	9,539	11,787	1,823	1,839	1,806
	管理费	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	1.9%	1.8%
营业利润, non-GAAP		65,778	116,352	132,613	169,797	28,552	34,987	26,770
	OPM, non-GAAP	27%	30%	28%	29%	32.9%	36.0%	26.9%
	yoy	73%	77%	14%	28%	237%	139%	48%
净利润, non-GAAP		67,899	118,758	124,560	156,544	30,602	34,432	27,459
	净利润率	27%	30%	26%	26%	35%	35%	28%
	yoy	72%	75%	5%	26%	202%	125%	61%

- 拼多多2024年下半年起开始“百亿减免”计划让利国内商家繁荣平台生态、推动“电商西进”运动提升平台在西部地区用户渗透，短期影响公司收入及利润增速但长期利好平台健康可持续发展；海外市场遇到关税政策风险及竞争问题，目前公司靠全托转半托/平台规避政策风险，我们认为TEMU有望在半托/平台模式下通过高周转低SKU进一步降低履约费用、压低C端价格实现低价，不改平台核心竞争力。
- 由于仍处于投入期，公司暂不进行回购及分红，目前公司对应2025年10xPE，隐含主站8xPE，在中国资产重估的当下估值较低，维持“优于大市”评级。

图：公司估值情况（2025/3/7）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (港元/美元)	EPS (人民币)			PE		PB (MRQ)
				2023	2024E	2025E	2024E	2025E	
PDD.O	拼多多	优于大市	119.9	11.9	21.7	22.7	10	10	4.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 主站业务：低价需求长期存在，短期逆风不改核心竞争力
- 【 02 】 跨境业务：全托转平台规避关税风险，未来潜力可期
- 【 03 】 盈利预测与投资建议
- 【 04 】 风险提示

- **政策风险：**如果海外对中国跨境电商政策未来进一步收紧，可能对公司业务增长产生影响。
- **经营风险：**1) 宏观经济疲软的风险：经济增速放缓将影响消费者的购买力和消费信心，不利于激发消费需求, 从而对线上零售业务产生负面影响。2) 市场竞争及创新风险：电商行业面临激烈市场竞争，竞争加剧可能降低公司市场份额及盈利能力，同时，随着用户对服务和产品的创新需求的提升，技术创新也可能对公司竞争地位产生一定影响。3) **行业竞争加剧风险：**目前国内电商市场上抖快发展较快，在用户时长、钱包份额和商家品牌商业投放上都会有争夺，可能对公司国内电商业务产生影响。
- **盈利预测风险：**
 - 1) 我们预测24-26年收入增速为57%/23%/24%，如果主站GMV增速不及预期、海外TEMU GMV表现不及预期可能会导致营收不及预期的风险；
 - 2) 我们预测24-26年公司毛利率保持稳定为60%附近，如果电商竞争加剧可能会导致毛利率高估；
 - 3) 我们预测24-26年公司费率保持稳定为35%附近，如果竞争加剧，用户补贴加大，可能会导致费率低估。

附录：财务预测与估值



国信证券
GUOSEN SECURITIES

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	34326	59794	186122	266154	340434	营业收入	130558	247639	389773	479674	592751
应收款项	7113	11342	17852	21970	27149	营业成本	31462	91724	149218	191869	231173
存货净额	0	0	817	1050	1265	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	60066	66198	104193	128225	158453	销售费用	44802	54344	114008	142702	176342
流动资产合计	216618	294750	524248	711771	929852	管理费用	10533	14350	19834	24417	30177
固定资产	1045	980	4078	7175	10251	财务净开支	(4171)	(10266)	(4075)	(8086)	(11190)
无形资产及其他	134	21	67	106	140	投资收益	(155)	(5)	(115)	(115)	(115)
投资性房地产	19323	52327	52327	52327	52327	资产减值及公允价值变动	656	2221	2721	2721	2721
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(12018)	(27864)	(257)	(207)	(140)
资产总计	237120	348078	580720	771379	992569	营业利润	36413	71841	113139	131172	168715
短期借款及交易性金融负债	13886	649	4845	6460	3984	营业外净收支	(150)	36	0	1	0
应付款项	10950	0	0	0	0	利润总额	36264	71876	113139	131173	168715
其他流动负债	92054	152252	282849	358736	437382	所得税费用	4726	11850	17110	19837	25515
流动负债合计	116889	152901	287694	365196	441366	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1576	5232	5232	5232	5232	归属于母公司净利润	31538	60027	96029	111336	143200
其他长期负债	884	2704	4524	6345	8165	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	2460	7936	9756	11576	13396	净利润	31538	60027	96029	111336	143200
负债合计	119349	160837	297450	376772	454763	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	1495	0	211	252	310
股东权益	117771	187242	283271	394606	537807	公允价值变动损失	(656)	(2221)	(2721)	(2721)	(2721)
负债和股东权益总计	237120	348078	580720	771379	992569	财务费用	(4171)	(10266)	(4075)	(8086)	(11190)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	8441	7704	87095	49325	44844
每股收益-经调整	8.30	11.87	21.68	22.74	28.58	其它	7690	28654	0	0	(0)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	48508	94163	180614	158191	185633
每股净资产	24.72	32.74	51.71	72.03	98.17	资本开支	0	(2156)	(634)	(666)	(699)
ROIC	-11%	5%	24%	44%	79%	其它投资现金流	(28596)	(42303)	(57849)	(79108)	(108179)
ROE	27%	32%	34%	28%	27%	投资活动现金流	(22362)	(55431)	(58483)	(79773)	(108878)
毛利率	76%	63%	62%	60%	61%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	34%	35%	27%	25%	26%	负债净变化	(10213)	3656	0	0	0
EBITDA Margin	35%	35%	27%	25%	26%	支付股利	0	0	0	0	0
收入增长	39%	90%	57%	23%	24%	其它融资现金流	16685	1665	4196	1615	(2475)
净利润增长率	306%	90%	60%	16%	29%	融资活动现金流	10	(8961)	4196	1615	(2475)
资产负债率	50%	46%	51%	49%	46%	现金净变动	27899	25468	126327	80032	74280
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	6427	34326	59794	186122	266154
P/E-经调整	26.1	18.3	10.0	9.5	7.6	货币资金的期末余额	34326	59794	186122	266154	340434
P/B	9	7	4	3	2	企业自由现金流	47994	78390	177251	151356	176082
EV/EBITDA	4	3	4	4	4	权益自由现金流	57897	92225	185306	160235	183505

免责声明



国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032